

Q2 业绩降幅收窄，渐入景气上行阶段

2022 年 07 月 13 日

➤ 公司发布 2022 年中报业绩预告，2022H1 实现归母净利润 0.35~0.45 亿元，yoy-81.5%~(-85.6%)；2022Q2 实现归母净利润 0.22~0.32 亿元，yoy-78.8%~(-69.2%)。

➤ **Q2 业绩降幅收窄，近期海风招标起量。**2022 年上半年度，受风电行业政策影响，风电场开工审慎，公司风电塔筒法兰产品订单减少；钢材价格大幅上涨，风电塔筒法兰价格下降，导致毛利率下降。此外，全国新冠肺炎疫情反复，公司所在地区于 5 月爆发疫情，受疫情封控政策影响，公司及主要子公司生产及销售不及预期，导致公司第二季度营业收入及净利润均同比下降。2022 年以来 1-7 月份（至今）海风中招标项目规模分别是 1.6/0.6/0/1.0/1.1/0.6/1.3GW，进入 7 月份明显中标项目提速。

➤ **风电法兰：大型化加速格局下，公司充分受益。**平价时代从 2021 年开始，平价时代的开启也加速了我国风机大型化的进程，此外，海上风电从 2021 年开始进入发展快车道，对应的法兰的大型化也进入加速期，法兰作为风电机组的核心部件，产品品质、认证壁垒较高，且大型化加速背景下头部客户的竞争优势将更加凸显，公司因掌握核心工艺技术优势及丰富的海外头部风机供货经验在国内大型化加速的背景下竞争优势明显。**从海力风电 2018-2021H1 的 5.0MW 供货商来看，基本被无锡恒润、山东伊莱特垄断，其中恒润获得 71.6%-81.3% 的份额，伊莱特因为 2020-2021H1 的均价偏高导致市场份额略有下滑。**2021 年公司针对海上风电需求崛起，定增扩 5 万吨 12MW 海上风电大型法兰项目。

➤ **风电轴承：国产替代进行时，公司依靠环锻优势切入。**风电轴承行业是目前国内风电大部件中国产化率较低环节，也是为数不多的能够规避风机大型化趋势下降价压力的环节。参考三一重能的变桨偏航轴承及主轴轴承的采购单价及新强联公告，我们预测中国风电轴承市场的规模可能会从 2021 年的 106 亿元提升至 2023 年的 253 亿元，其中主轴轴承约 111.2 亿元，变桨偏航轴承约 142.3 亿元。**从单 MW 投资来看，主轴轴承和变桨偏航轴承均呈现上行趋势，摆脱大型化趋势下降价压力。**2021 年公司定增宣布投 4,000 套轴承产能，主要用于生产三排变桨偏航轴承，公司依靠环锻件优势切入轴承领域，获得行业头部主机企业支持，未来有望形成法兰+轴承双轮驱动格局。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 4.4、6.9、9.1 亿元，同比增速分别为 0.5%、55.0%、31.7%，对应 PE 分别是 34x、22x、17x。考虑到公司风电法兰领域的龙头地位以及布局轴承领域，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险；2) 海上风电招标进度低于预期风险；3) 项目进度低于预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,293	3,227	4,387	5,671
增长率 (%)	-3.8	40.7	35.9	29.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	442	444	688	906
增长率 (%)	-4.6	0.5	55.0	31.6
每股收益 (元)	1.00	1.01	1.56	2.05
PE	34	34	22	17
PB	4.5	4.1	3.5	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 7 月 13 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

34.4 元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

- 1.恒润股份 (603985.SH) 深度报告：法兰龙头竞争力显著，轴承布局潜力可期
- 2.恒润股份 (603985.SH) 2021 年报点评：业绩低于预期，等待海风招标量起

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,293	3,227	4,387	5,671
营业成本	1,736	2,436	3,186	4,101
营业税金及附加	15	21	28	36
销售费用	12	17	24	31
管理费用	80	113	167	216
研发费用	88	124	184	238
EBIT	356	516	798	1,049
财务费用	29	-4	-4	-4
资产减值损失	1	1	1	1
投资收益	178	0	0	0
营业利润	510	516	800	1,053
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	511	516	800	1,053
所得税	71	72	112	147
净利润	440	444	688	906
归属于母公司净利润	442	444	688	906
EBITDA	415	599	922	1,189

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	791	702	711	1,205
应收账款及票据	364	501	684	887
预付款项	24	34	44	57
存货	405	569	743	957
其他流动资产	1,194	1,249	1,316	1,391
流动资产合计	2,779	3,054	3,499	4,497
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产	464	681	1,058	1,218
无形资产	78	78	78	78
非流动资产合计	1,114	1,430	1,807	1,868
资产合计	3,893	4,484	5,306	6,365
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	447	627	820	1,056
其他流动负债	88	124	164	212
流动负债合计	535	751	984	1,267
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	555	771	1,005	1,288
股本	339	441	441	441
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,337	3,713	4,301	5,077
负债和股东权益合计	3,893	4,484	5,306	6,365

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.82	40.70	35.95	29.28
EBIT 增长率	-32.40	44.80	54.76	31.44
净利润增长率	-4.59	0.47	54.96	31.63
盈利能力 (%)				
毛利率	24.29	24.52	27.38	27.68
净利润率	19.17	13.76	15.68	15.97
总资产收益率 ROA	11.35	9.90	12.97	14.23
净资产收益率 ROE	13.24	11.96	15.99	17.84
偿债能力				
流动比率	5.19	4.07	3.55	3.55
速动比率	4.39	3.27	2.75	2.75
现金比率	1.48	0.94	0.72	0.95
资产负债率 (%)	14.27	17.19	18.93	20.23
经营效率				
应收账款周转天数	57.59	57.59	57.59	57.59
存货周转天数	85.07	85.07	85.07	85.07
总资产周转率	0.59	0.72	0.83	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.01	1.56	2.05
每股净资产	7.57	8.42	9.76	11.52
每股经营现金流	0.74	0.86	1.38	1.87
每股股利	0.10	0.15	0.23	0.29
估值分析				
PE	34	34	22	17
PB	4.5	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	34.70	24.16	15.70	11.76
股息收益率 (%)	0.29	0.45	0.66	0.86

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	440	444	688	906
折旧和摊销	58	83	123	139
营运资金变动	-12	-160	-215	-234
经营活动现金流	326	378	609	824
资本开支	-335	-400	-500	-200
投资	-457	0	0	0
投资活动现金流	-778	-400	-500	-200
股权募资	1,454	0	0	0
债务募资	-485	0	0	0
筹资活动现金流	866	-68	-100	-130
现金净流量	404	-89	9	494

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001